

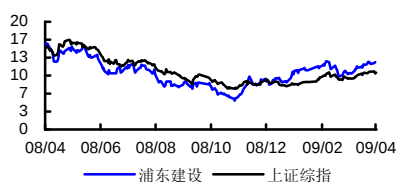
深度报告
建筑建材
建筑工程
浦东建设(600284)
推荐

目标价: 17.30 元 昨收盘: 12.84 元

2009 年 4 月 10 日

本报告的独到之处

- 对浦东建设 BT 项目盈利模式展开剖析, 提出浦东建设的可复制扩张模式应享有高于行业平均水平的估值。

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	346/326
流通 B 股/H 股(百万股)	0/0
总市值/流通市值(百万元)	4,443/4,182
上证综指/深圳成指	2,379.88/9,030.31
12 个月最高/最低(元)	16.08/5.43

财务数据

净资产值(百万元)	2,112
每股净资产(元)	6.10
市净率	2.10
资产负债率	62.51%
股息率	0.69%

相关研究报告:

分析师: 邱波

电话: 0755-82133390

E-mail: qiubo@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

首次覆盖

华丽转身开启似锦征程

● BT 模式运作作为核心驱动因素, 构建超额利润平台

历经 6 年多 BT 项目的运作积累, 公司打造了一个可复制操作模式的, 可持续性滚动扩张的, 由利息差、一次性审价差及传统施工收益三大利润环节支撑的超额利润平台。与此同时, 公司自身也由一个传统道路工程施工商, 逐步向占据产业链高端的市政道路工程项目虚拟运营商蜕变。

以 BT 项目为纽带, 从低端施工环节向高端投融资环节过渡, 通过产业资本运作和金融资本运作的完美结合, 获取综合性超额投资收益已成为公司的核心盈利模式, 并将由此驱动公司价值的长期增长。

● 品牌优势确保市政工程蛋糕份额

受世博会、迪斯尼、五千亿投资、“两中心”建设、长三角一体化、城乡一体化等利好影响, 长三角乃至华东地区市政工程建设空间广阔。公司在市政道路工程领域强大的品牌优势将确保其蛋糕份额。

● 传统业务 2009 年增长强劲

受益于世博会配套设施加速建设, 保守预计路桥施工等公司传统业务收入将在 2009 年大幅提升, 同比增长 51.6%。

● 2010 年起投资收益大幅提升

三林世博园、机场北通道等世博会配套 BT 工程将在 2010 年进入回购期; 浦发财务参股收益有望触底反弹; 北通道项目完工后, 将释放大量公司资源, 为更大规模的滚动扩张埋下伏笔。机场北通道 BT 项目运作为公司里程碑式的事件, 其的成功实施不仅给公司带来高额利润贡献, 而且将是公司腾飞的起点。

● 合理价值在 16.94~17.71 元/股之间, 给予“推荐”评级

保守预计公司 09-11 年每股收益为 0.49 元、0.90 元和 0.99 元, 综合绝对估值与相对估值结果, 公司合理价值为 16.94~17.71 元/股, 目前股价明显低估, 给予“推荐”评级。

盈利预测和财务指标

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	868.73	1,148.91	1,742	1,758	1,793
(+/-%)	-1.48%	32.25%	51.6%	0.9%	2.0%
净利润(百万元)	112.34	111.46	169	313	342
(+/-%)	51.75%	-0.78%	51.6%	85.3%	9.2%
每股收益(元)	0.32	0.32	0.49	0.90	0.99
EBIT Margin	3%	3%	5%	6%	6%
净资产收益率 (ROE)	13.72%	5.28%	8%	13%	13%
市盈率 (PE)	39.4	39.2	25.7	14.0	12.7
EV/EBITDA	192	191	59.5	53.6	47.1
市净率 (PB)	3.55	2.10	2.0	1.8	1.6

投资摘要

估值与投资建议

预计 2009 年公司传统施工业务量将强劲增长，2010 年起投资收益将大幅提升，保守测算公司 2009-2011 年 EPS 分别为 0.49、0.90 和 0.99 元。目前股价对应的动态市盈率分别是 25 倍、14 倍和 13 倍。根据我们绝对估值和相对估值的结果，在不考虑公司 2011 年承接短期 BT 项目的保守假设下，得到公司绝对估值的合理区间在 16.94~17.71 元之间。目前股价有足够的安全边际，给予“推荐”评级。

核心假设或逻辑

(1) 传统业务假设：2009-2011 年的传统业务综合增长率分别为：49.6%、0.9%和 1.3%。(2) 投资收益假设：2009-2011 年的投资收益增长率分别为：17.9%、143.2%和 4.0%。(3) 公司 2009-2011 年不进行股权融资，不承接新的短期 BT 项目。

与市场预期的差异之处

与市场认为浦东建设只是一家市政工程承包建设商的认识不同，我们认为浦东建设作为业内 BT 模式运作最成熟、流畅的公司，正在由一个传统的道路工程施工商，逐步向占据产业链高端的市政道路工程虚拟经营商蜕变。

在经过近 6 年的规范化 BT 项目运作磨练后，浦东建设在市政道路工程建设领域已经具有了可复制的滚动扩张模式，以及支撑其竞争优势持续扩张的内在驱动力，可以取得同行业其他公司难以企及的综合性超额利润。

我们认为，在机场北通道项目结束后，浦东建设将受进入新一轮加速扩张阶段，应享有成长型企业的较高估值。

股价变化的催化因素

短期受益世博会配套设施集中完工及上海市基础设施建设投入力度加大，中期受益浦东迪斯尼乐园及上海金融航运“两中心”城市建设，长期受益于国家长三角一体化、城乡一体化战略，长三角乃至华东地区市政工程建设空间广阔。浦东建设在市政道路工程建设领域强大的品牌优势将保障其分享城市基础设施建设盛宴。

2009 年传统施工业务量激增，收入大幅增加，2010 年三林世博园和机场北通道项目进入回购期，这些因素都可以给公司带来较为确定的收益。另外，公司有史以来最大的 BT 项目——机场北通道一旦完工，释放的资金、人力资源，将有能力承担至少百亿规模的重点道路工程项目，公司的 BT 项目运作经验得到进一步积累，为更大规模的滚动扩张埋下伏笔。

核心假设或逻辑的主要风险

(1) 回购违约风险，(2) 原材料价格波动风险，(3) 工程安全风险，(4) 市场拓展风险。

内容目录

投资摘要	2
内容目录	3
图表目录	4
估值与投资建议	5
绝对估值法: 16.94-17.71 元/股	5
相对估值法: 16.2-18.9 元/股	5
给予“推荐”的投资评级	6
BT模式运作构建超额利润平台	6
投资收益已为最大利润源泉	6
BT项目收益渐成绝对主力	6
三大利润环节支撑BT模式超额利润	7
一体化延伸, 向虚拟经营商蜕变	8
资金、技术积累强化竞标优势	9
复制运作模式, 持续滚动扩张	10
品牌优势确保市政道路工程蛋糕份额	11
上海市市政工程建设进入空前旺季	11
品牌优势确保蛋糕份额	12
传统业务 2009 年增长强劲	12
2009 年路桥施工项目规模激增, 毛利率回升	13
沥青砼相关业务有望树立技术壁垒	13
2010 年起投资收益大幅提升	13
三林世博园区和机场北通道项目 2010 年起进入回购期	13
机场北通道资源释放, 业务扩张有望重新加速	13
参股财务公司收益将实现触底反弹	14
经营、财务、管理状况驱动竞争优势持续扩张	15
高端经营模式铸造行业顶尖人均创利水平	15
资金回流状况良好, 保障优势持续扩张	15
激励机制到位, 提升内在驱动力	16
盈利预测: 2009 年开始挺进业绩高峰	16
基本假设	16
盈利预测	16
主要风险	17
附表 1: 财务预测与估值	18
国信证券投资评级	19
免责条款	19

图表目录

表 1: 三阶段模型的主要假设	5
表 2: 绝对估值的基本假设条件	5
表 3: APV估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)	5
表 4: FCFF估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)	5
图 1: 浦东建设投资收益在营业利润中占比情况	6
图 2: 浦东建设营业利润、投资收益同比增速	6
图 3: 浦东建设传统业务收入分产品占比 (2008)	7
图 4: 浦东建设营业利润构成 (2008)	7
图 5: 投资BT项目及参股浦发财务公司的收益总额及增速	7
图 6: BT项目和浦发财务投资收益在营业利润中占比情况	7
图 7: 浦东建设BT模式项目运作三大利润构成	8
图 8: 浦东建设业务模式发展路径	8
图 9: BT模式项目运作流程图	9
图 10: BT模式项目运作资金流向图	9
表 5: 浦东建设竞标BT项目优势分析	9
图 11: 标准化二次招标BT模式项目运作流程图	10
图 12: 无锡惠山开发区BT项目运作流程	10
图 13: 机场北通道项目位置示意图	11
图 14: 机场北通道BT项目运作流程	11
图 15: 上海市市政建设投资额 (2000-2008)	11
图 16: 上海市重大工程投资额 (2005-2009E)	11
图 17: 浦东建设分行业传统业务收入及增速 (2001-2010E)	12
图 18: 浦东建设分行业传统业务收入毛利率 (2001-2010E)	12
图 19: 浦东建设分地区营业收入 (2001-2008)	14
图 20: 浦东建设分地区营业收入增速 (2002-2008)	14
图 21: 浦东建设分地区营业收入结构 (2005)	14
图 22: 浦东建设分地区营业收入结构 (2008)	14
图 23: 建筑工程行业可比公司人均效率指标对比	15
图 24: 行业可比公司资产结构对比	15
图 25: 浦东建设主要营运能力指标 (2001-2008)	15
图 26: 浦东建设经营活动现金流量变化情况 (2001-2018)	15
表 6: 利润预测表 (百万)	16

估值与投资建议

绝对估值法：16.94~17.71 元/股

我们采用三阶段模型，对公司价值进行 DCF 折现。预计公司传统业务在 2009 年将增长 51.6%，2011 年起恢复温和增长。出于谨慎考虑，暂不考虑公司 2011 年承接新的短期 BT 项目，浦发财务公司参股收益 2009 年同比下滑 10%。浦东建设绝对估值的合理区间在 16.94~17.71 元之间，价值中枢为 17.31 元。

表 1: 三阶段模型的主要假设

会计年度截止日: 12/31	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
营业收入增长率	-1.48%	32.25%	51.64%	0.89%	2.01%	2.01%	2.01%	3.01%	3.01%	3.01%	3.01%	3.01%
销货成本 / 营业收入	88.33%	91.20%	89.51%	89.21%	88.48%	88.48%	88.48%	88.48%	88.48%	88.48%	88.48%	88.48%
管理费用 / 营业收入	3.89%	4.31%	4.10%	4.01%	3.92%	3.97%	3.94%	3.95%	3.95%	3.95%	3.95%	3.95%
销售费用 / 营业收入	0.11%	0.06%	0.05%	0.06%	0.08%	0.11%	0.09%	0.09%	0.09%	0.09%	0.09%	0.09%
所得税税率	12.76%	10.52%	11.00%	11.00%	12.00%	13.00%	15.00%	15.50%	15.50%	15.50%	15.50%	15.50%
股利分配比例	49.21%	27.48%	30.00%	28.74%	28.74%	28.74%	28.74%	28.74%	28.74%	28.74%	28.74%	28.74%

资料来源：国信证券经济研究所

表 2: 绝对估值的基本假设条件

永续增长率	2.00%	实际所得税率 T	11%
无风险利率	4.50%	Ke	12.6%
行业平均 Beta	0.93	风险溢价	7.50%
公司市值 (E)	4207	E/(D+E)	84.75%
债务总额 (D)	757	D/(D+E)	15.25%
Kd	6%	WACC	11.49%

资料来源：国信证券经济研究所

表 3: APV 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)

	9.50%	10.50%	11.50%	12.50%	13.50%
3.00%	20.48	20.27	20.12	20.00	19.91
2.50%	20.59	20.40	20.26	20.16	20.08
2.00%	20.71	20.55	20.42	20.32	20.25
1.50%	20.85	20.70	20.58	20.49	20.42
1.00%	21.00	20.86	20.75	20.67	20.60

资料来源：国信证券经济研究所

表 4: FCFF 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)

	9.50%	10.50%	11.50%	12.50%	13.50%
3.00%	18.31	17.81	17.38	16.99	16.64
2.50%	18.23	17.76	17.34	16.96	16.62
2.00%	18.17	17.71	17.31	16.94	16.60
1.50%	18.11	17.67	17.27	16.91	16.58
1.00%	18.06	17.63	17.25	16.89	16.56

资料来源：国信证券经济研究所

相对估值法：16.2~18.9 元/股

我们预测浦东建设 09-11 年每股盈利为 0.49、0.90 和 0.99 元，动态市盈率为 25 倍、14 倍和 13 倍。

目前国内建筑工程行业可比公司 09-11 年平均预期市盈率分别为 21.6 倍、17.5 倍和 14.8 倍，我们考虑到公司在市政道路工程建设领域有最为成熟的 BT 项目运作经验，并形成了可复制的持续性滚动扩张能力，应该享有一定估值溢价，给予其 10 年每股盈余 18~21 倍的估值，得到公司相对估值 16.2~18.9 元/股。

给予“推荐”的投资评级

综合绝对估值和相对估值的结果，公司合理价值为 16.94~17.71 元/股，价值中枢为 17.31 元，我们认为公司目前的股价存在明显低估，未来股价的主要风险在于宏观经济增速大幅趋缓带来地方政府财政收入锐减，造成回购款延期回流，未来股价的刺激因素在于 2009 年公司传统业务收入激增，2010 年三林世博园和机场北通道项目进入回购期，机场北通道项目资源释放，公司得以更大规模地进行滚动扩张。因此我们给予公司“推荐”的投资评级。

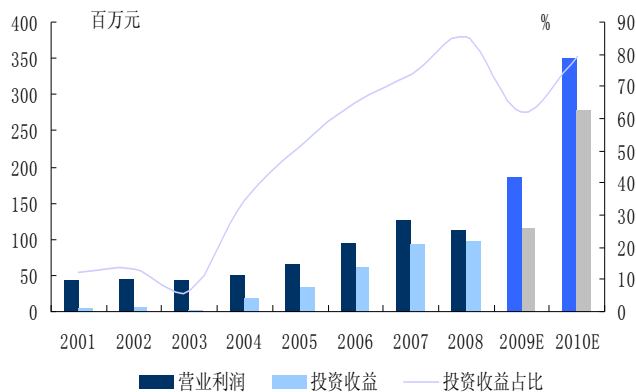
BT 模式运作构建超额利润平台

投资收益已为最大利润源泉

从公司营业利润构成来看，投资收益占比逐年上升，从 2001 年的 12.1% 升至 2008 年的 85.4%，已成为公司最大的利润源泉。

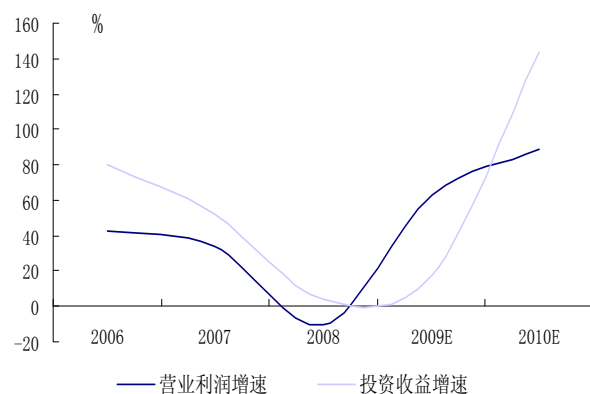
我们预计，因 2010 年世博会临近，大量工程需要完工，2009 年上海市道路施工业务量将激增，公司路桥施工业务利润将大幅增加，从而拉低投资收益在营业利润中的占比，但 2010 年后上海道路施工业务量将保持平稳增长，而世博会相关项目将开始贡献稳定收益，从而投资收益占比将重新上升。

图 1：浦东建设投资收益在营业利润中占比情况



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所

图 2：浦东建设营业利润、投资收益同比增速

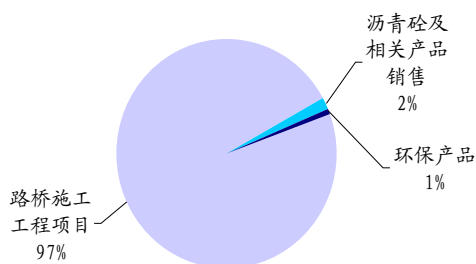


资料来源：公司年报，国信证券经济研究所

BT 项目收益渐成绝对主力

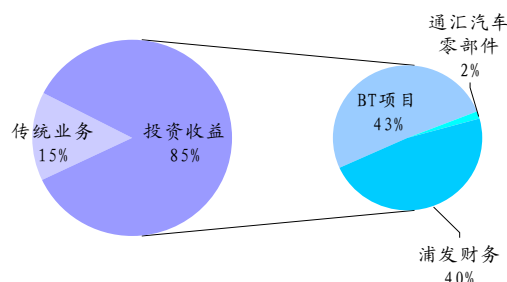
从 2008 年年报来看，公司投资收益主要由控股公司 BT 项目投资收益和浦发财务有限责任公司的参股收益组成，这两部分收益在 2008 年营业利润中占比分别达 43.6%、39.9%，而包括路桥施工工程业务、沥青砼销售相关业务、环保业务等在内的传统业务贡献利润占比仅为 15%。

图 3: 浦东建设传统业务收入分产品占比 (2008)



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所

图 4: 浦东建设营业利润构成 (2008)

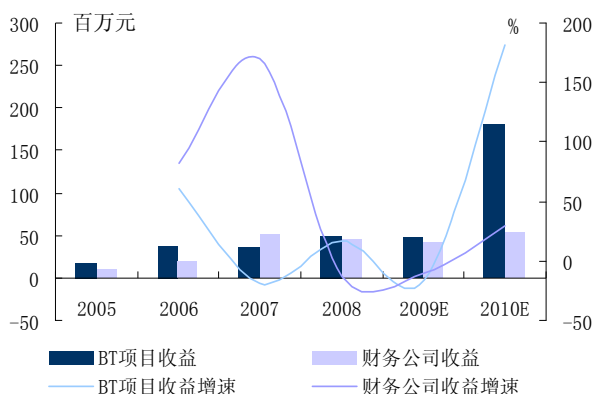


资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所

2010 年世博会开幕前, 公司投资额度较大的三林世博园区、机场北通道等 BT 项目将完工并进入回购期, 届时两块项目对应的长期应收款将转为持有至到期投资, 在回购期内为公司贡献稳定收益。因此, 公司 BT 项目投资收益将于 2010 年起大幅增加。

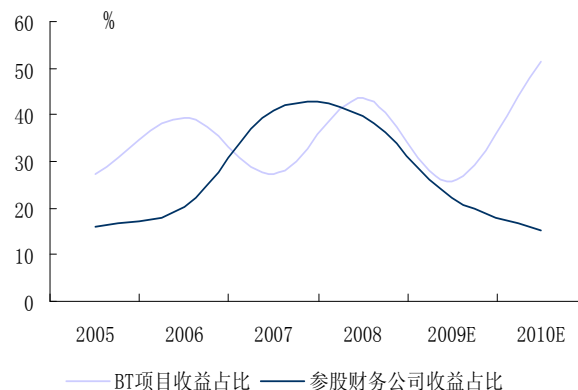
我们预计, 2010 年公司 BT 项目投资收益在营业利润中占比也将达到 51.3%, 成为公司利润贡献的绝对主力。

图 5: 投资 BT 项目及参股浦发财务公司的收益总额及增速



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所

图 6: BT 项目和浦发财务投资收益在营业利润中占比情况



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所

三大利润环节支撑 BT 模式超额利润

浦东建设从 2002 年就开始进行 BT 项目的投融资, 是较早以 BT 模式进行基础设施建设的国有建筑企业之一, 发展至今, 已成为业内运用 BT 模式最为领先、最成熟的公司。目前, 公司 BT 模式项目运作的利润主要由三方面构成:

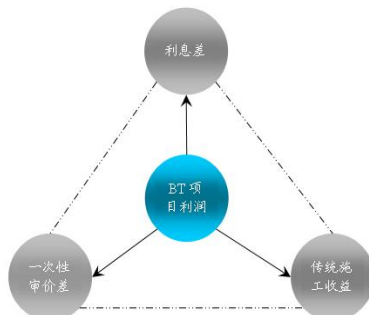
1. 利息差。根据国务院 1996 年发布的《关于固定资产投资项项目试行资本金制度的通知》, 设立 BT 项目公司一般只需支付 35% 左右的项目资本金, 其余部分可以通过金融创新, 发行结构化产品进行筹集。公司可以利用自身品牌和运作经验等优势将这部分资金成本压低, 从而扩大项目回购额与资金成本间的利差空间。

2. 一次性审价差。公司承接的 BT 项目后, 将项目具体实施环节进行分拆, 在加总一些利润空间的基础上, 通过二次招标或其他方式将部分项目转包给其他分包商或施工单位, 从而赚取政府和分包商之间的项目报价价差。

3. 传统施工收益。公司承接项目并进行分拆后, 可以将部分项目转给自身施

工部门完成，以获取传统施工项目收益，这部分项目的毛利率要比施工部门直接竞标得到的项目高 3%左右。

图 7：浦东建设 BT 模式项目运作三大利润构成



资料来源：国信证券经济研究所

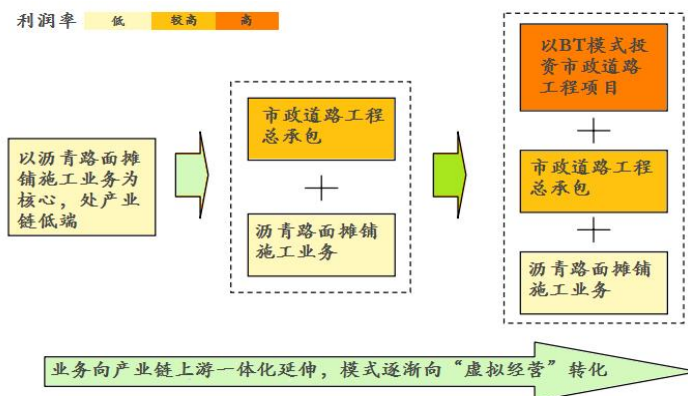
一体化延伸，向虚拟经营商蜕变

虚拟经营于 1991 年由美国著名学者罗杰·内格尔首先提出，是指企业在组织上突破有形的界限，虽有生产、行销、设计、财务等功能，但企业体内却没有完整地执行这些功能的组织。换言之，就是企业在有限的资源下，为了取得竞争中的最大优势，仅保留企业中最关键的职能，而将其他的功能虚拟化——通过外包等方式进行弥补，从而尽可能避开产业链中竞争激烈的低端环节，获取高端环节超额收益。

目前，市政道路工程产业链可大体分为三个环节：低端直接施工环节，中端总承包环节，高端投融资环节（主要以 BT 模式为主）。处于低端的直接施工环节门槛很低，竞争异常激烈；中端总承包环节竞争环境略好，但扩张速度容易受资金渠道所累；高端投融资环节将产业资本运作和金融资本运作结合，通过成立有独立法人地位的项目公司并利用各种金融产品融资，提前实现现金回流，在获得收益的同时，也转移了项目建设期间风险，并实现自身规模的扩张。

从浦东建设成立以来的业务模式发展方向可以看出，公司从市政道路工程产业链低端起步，逐渐向高端进行一体化延伸，由一个传统道路工程施工商，逐步向占据产业链高端的市政道路工程项目虚拟经营商蜕变。

图 8：浦东建设业务模式发展路径



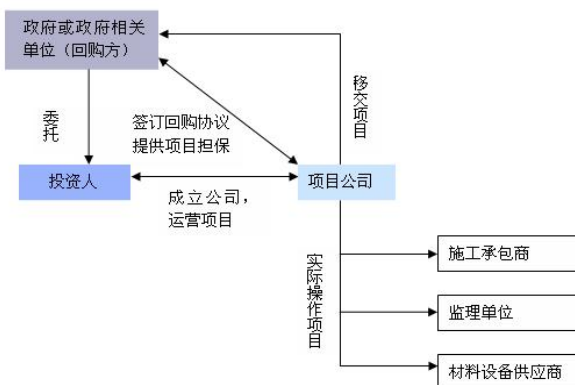
资料来源：公司 2008 年增发公告，国信证券经济研究所

资金、技术积累强化竞标优势

在规范的 BT 模式中，投资人（即运作商）参与市政工程项目竞标，中标后组建项目公司，配备 35% 左右的项目资本金，然后以项目公司为平台，一手组织项目施工，一手通过股权或债权方式进行项目融资，直到项目完工。政府只是在项目开始前与项目公司签订回购协议，完工后进行“按揭”回购。

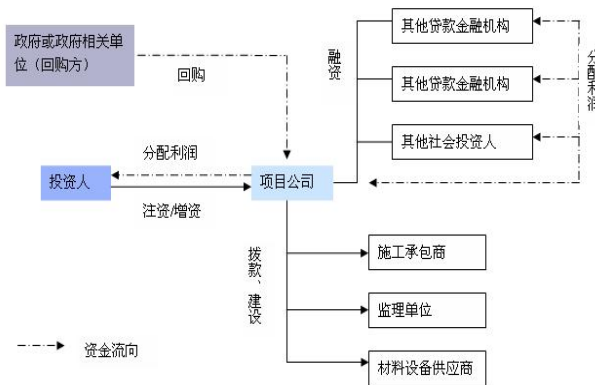
这样，投资人就需要有足够的融资能力，在项目前期和建设期投入大量资金，还需要具有足够的基建工程管理经验、协调经验，以控制项目进展。

图 9：BT 模式项目运作流程图



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

图 10：BT 模式项目运作资金流向图



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

公司经过近 6 年的滚动发展，单体回购项目规模从“五路二桥”的 0.66 亿元，增加到机场北通道的 94 亿元。

在融资技术方面，公司起到了行业引领者的作用。股权融资方面，公司通过 2004 年 IPO，以及 2008 年增发，共募集资金近 19 亿元；债务融资方面，公司除了积极进行信托贷款、委托贷款和信用贷款外，还在 2006 年组织发行了国内首单 BT 项目的资产证券化产品，规模达 4.25 亿元。

资金、技术的双重沉淀强化了公司的竞标优势，提升了公司的品牌价值。

表 5：浦东建设竞标 BT 项目优势分析

招标阶段	
政府选择竞标人的考虑因素	浦东建设的竞标优势
建筑资质	拥有市政公用工程施工总承包一级资质和公路路面工程专业承包一级资质，通过 ISO9001 质量体系认证。公司“黑色一条龙”的技术施工能力，在业界享有较高知名度。承建的工程多次获得“中国市政金杯示范工程奖”等奖项
资金实力	参股浦发财务有限公司，有较大额度授信；拥有专门的高端金融人才，可以进行包括信托贷款、委托贷款、资产证券化在内的债券融资，也可以利用自身上市平台进行股权融资
BT 项目相关经验	2002 年开始进行 BT 模式运作，近 6 年来已承接 54 个 BT 项目，曾启动国内首单 BT 项目资产证券化计划，运作模式在业内最为熟练、流畅
与各级政府关系	董事长葛培健先生曾任共青团上海市委常委、青工部部长，上海浦东新区财政税务局办公室副主任，国有资产管理处处长，国资办产权管理处处长，出任浦东路桥董事长的同时，还担任浦东发展（集团）有限公司副总裁；公司隶属上海国资委，与政府关系良好
信用状况	至今未出现公司方面违约的情况；公司为上市公司，信用度相对较高
竞标阶段	
政府选择中标人的考虑因素	浦东建设的竞标优势
BT 模式运作方案的优劣	有多年操作经验，和专门的项目运作人才，可以向业主提出双赢方案
政府融资成本	金融创新起步较早，与银行关系良好；为开展 BT 项目投融资，还专门调整公司组织结构，建立“职能部+事业部”的“复合矩阵式”企业组织体系，融资成本有优势

资料来源：国信证券经济研究所整理

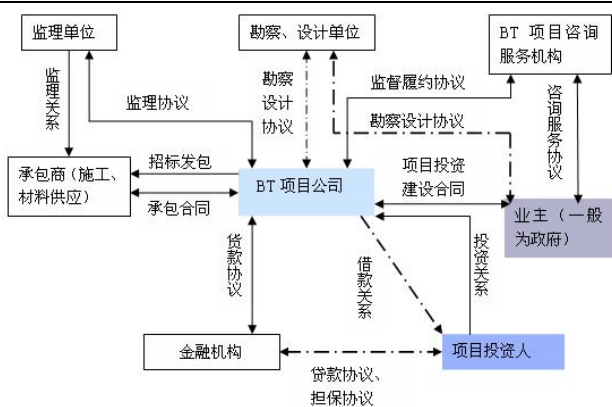
复制运作模式，持续滚动扩张

从 2002 年承接首个 BT 项目开始，公司就在实际操作中不断地总结项目运作相关的技术、经营和管理经验，形成了较为成熟的可复制运作模式，实现持续性滚动扩张。

公司运作的首个 BT 项目是无锡惠山开发区的“五路二桥”工程，采用的是规范化的二次招标 BT 项目运作模式：通过联合中建国际建设公司成立有独立法人地位的 BT 项目公司——无锡普惠投资发展有限公司，向其注入项目资本金，再通过项目公司与开发区政府签订回购协议，以公开招标的形式选择施工单位，进行项目建设。

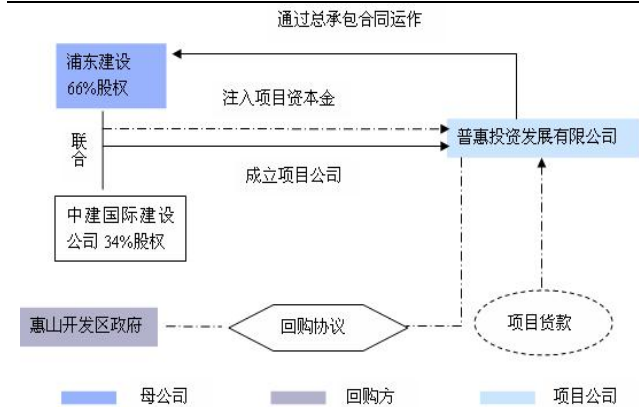
这种模式下，开发区政府实现了规划设施提早建设的目标，公司实现了资金技术和伙伴关系的积累，双赢模式促进双方合作进一步加强。公司在当地的 BT 项目建设累计规模，也由首个项目的 0.66 亿元，发展到 2008 年的 8.4 亿元，实现了持续性滚动扩张。

图 11：标准化二次招标 BT 模式项目运作流程图



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

图 12：无锡惠山开发区 BT 项目运作流程



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

经过近 6 年积累，公司 BT 项目运作羽翼日益丰满，于 2008 年 11 月一举中标总额达 94 亿元的浦东机场北通道 BT 项目，实现了跳跃式发展。

公司联合浦东城市建设投资有限责任公司成立 BT 项目公司——上海北通投资发展有限公司，以 08 年增发募集资金和银行贷款为项目公司进行资本金融资，再通过项目公司与浦东新区政府签订回购协议（以当地政府财政收入作为回购资金来源），公开招标选择施工单位，并引进代建公司，委托其负责具体工程建设。公司自身的工程施工部门也通过竞标得到了较多业务份额。

目前机场北通道项目建设进展顺利，按目前进度来看，将在 2010 年顺利进入回购期。公司在自身历史最大规模的项目上，成功完成了 BT 项目运作模式的复制，并通过代建公司的引入，在 BT 项目运作中进一步向“纯投资商”转变。

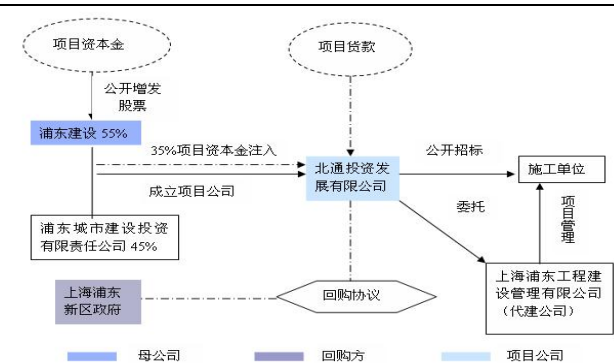
我们预计，公司将以机场北通道项目建设为起点，进入加速发展阶段。随公司项目运作经验进一步丰富，资源放大效应的进一步加强，公司或将由一家传统业务与投融资业务平分秋色的企业，彻底升级为占据产业链高端、以项目运作和工程投融资为核心业务的市政工程“虚拟经营商”。

图 13: 机场北通道项目位置示意图



资料来源: 公司 2008 年增发公告, 国信证券经济研究所

图 14: 机场北通道 BT 项目运作流程



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

品牌优势确保市政道路工程蛋糕份额

上海市市政工程建设进入空前旺季

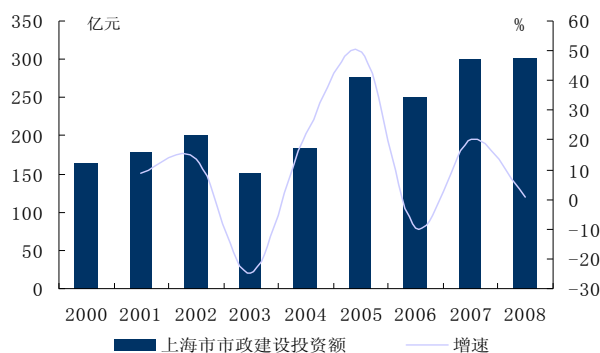
2008 年 11 月, 上海市为出台了八项措施, 提出在全面梳理“十一五”建设规划基础上, 安排 5000 亿左右规模的经济刺激计划, 至 2010 年, 上海市政府将投入 1600 亿元政府性资金用于基础设施项目, 确保上海经济平稳较快发展, 确保民生持续得到改善。

我们由此判断, 随着世博会的临近, 围绕加快世博配套工程建设和拉动内需, 提高城乡一体化和长三角的协调发展水平的主题, 2009 年起, 上海市市政工程建设将进入空前旺季。

2009 年 3 月 25 日, 国务院常务会议审议并原则通过上海建设“两中心”意见, 决定在 2020 年左右将上海基本建成与我国经济实力和人民币国际地位相适当的国际金融中心、具有全球航运资源配置能力的国际航运中心。

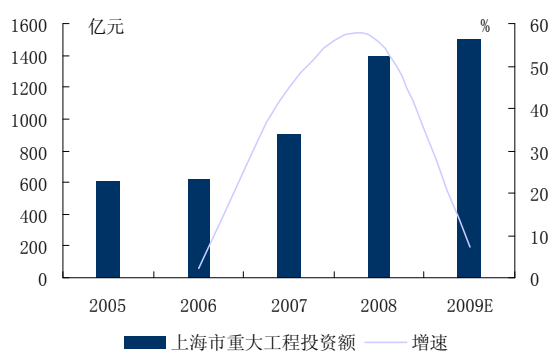
如果要建设国际中心级城市, 城市基础设施建设必然成为先导, 由此判断: 上海市乃至长三角地区的市政工程建设市场将持续景气, 世博会之后、2020 年之前将迎来新的建设高峰。

图 15: 上海市市政建设投资额 (2000-2008)



资料来源: 上海市统计局, 国信证券经济研究所

图 16: 上海市重大工程投资额 (2005-2009E)



资料来源: 新华网“2009 民生访谈”, 国信证券经济研究所

品牌优势确保蛋糕份额

公司作为上海乃至长三角地区道路工程建设的龙头企业，无论是在传统施工业务相关领域，还是在产业资本运作领域，都有着强大的品牌优势。

公司拥有从沥青原料生产到路面摊铺、再到沥青再生利用的被誉为“黑色一条龙”技术施工能力，是国内探索沥青再生技术较早的几家企业之一，承接了浦东新区 70%以上、上海地区 12%以上的道路工程施工建设；公司积极探索以项目运作和金融创新带动传统施工业务的产业链高端延伸模式，参与了上海地区几乎所有重大道路工程建设，机场北通道项目工程的中标更是彰显了公司稳固的行业地位。

我们认为，公司将受益于上海市乃至长三角地区的市政工程投资加速，利用自身品牌优势，赢取更多市场份额，然后将较成熟的项目运作模式不断复制到新项目中，形成循环式良性扩张。

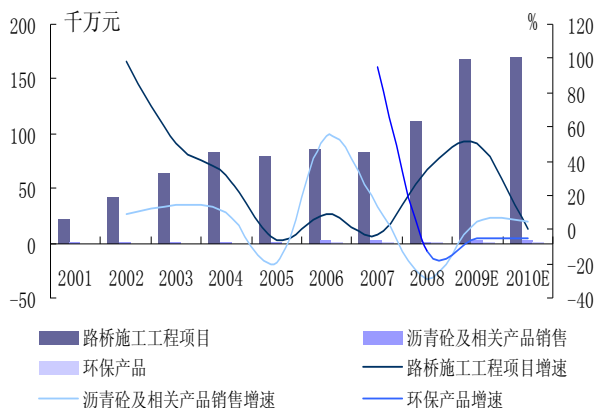
根据公司 2001-2008 年上海地区营业收入在市政建设投资总额中的占比情况，并考虑到 2009 年世博会前大量项目即将完工，我们预计，公司 2009 年上海地区道路施工业务收入将达到 15.2 亿，同比增长 36.7%。

传统业务 2009 年增长强劲

2008 年，包括路桥施工业务、沥青砼及相关产品销售业务等在内的公司传统业务营业收入同比增长 32.3%。其中，路桥施工业务收入同比增长 34.8%，但毛利率由 10.78% 下滑至 7.85%；沥青砼及相关产品销售业务收入同比减少 29.31%。

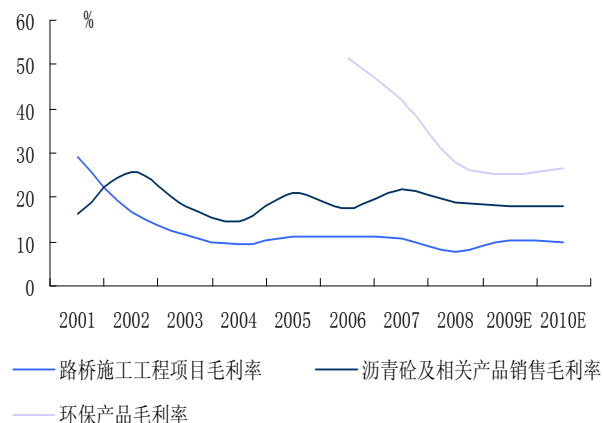
我们认为，2008 年宏观经济环境的剧烈变动，给公司传统业务发展造成了诸多不利因素。2009 年公司传统业务将受益于宏观经济环境变动趋缓、政府加大财政投资刺激力度、世博会配套工程加速完工等有利因素影响，收入水平将有较大幅度的提升，并在受诸多负面影响“拖累”的 2008 年基准之上，实现同比强劲增长。

图 17：浦东建设分行业传统业务收入及增速（2001-2010E）



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所

图 18：浦东建设分行业传统业务收入毛利率（2001-2010E）



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所

2009 年路桥施工项目规模激增，毛利率回升

由于世博会临近，大量配套设施项目要赶在 2009 年底前完工，结合公司未完工合同情况，保守预计公司 2009 年路桥施工业务收入将达到 16.85 亿，同比增长 50.74%，而毛利率将回升至 10.1% 左右水平。

我们认为，是油价上涨和施工项目本身的特殊性使得 2008 年公司路桥施工业务毛利率出现较大幅度下滑，由于当前这些不利因素已不明显，起决定性作用的依然是行业竞争状况。我们预计 2009 年公司路桥施工业务毛利率有望恢复至 2008 年之前的平均水平，但因行业竞争愈发激烈，毛利率将略低于 2005-2007 年平均值。

沥青砼相关业务有望树立技术壁垒

2008 年，公司沥青砼销售收入下滑 29.3%，一方面是由于控股子公司沥青材料公司重整业务，另一方面是由于沥青砼产品需求不足。

我们通过与公司方面沟通了解到，公司研发的沥青砼产品技术先进，最大的特点是稳定性好、不粘轮胎，在北方可以得到广泛应用，需求不足主要原因是成本相对较高，从而售价比同类产品要高 10% 左右。

我们认为，公司沥青相关产品的研发水平属业内一流，沥青砼产品销路不畅的现象不会持久。随四万亿计划的深入实施，全国道路交通建设将进入景气周期，同时由于我国高速公路整体上已经进入了建设保养并行的时期，公司产品的优越性在得到市场认可后，需求会随之增加，而技术壁垒的存在将使得公司沥青砼相关业务享受行业的高额利润。

2010 年起投资收益大幅提升

三林世博园区和机场北通道项目 2010 年起进入回购期

2010 年，三林世博园区项目和机场北通道项目将进入回购期，2010-2017 年将给公司带来较为稳定的收益。

据我们初步测算，在不考虑公司承接新的短期 BT 项目的前提下，2010 年、2011 年公司 BT 项目投资收益将分别达到 1.8 亿、1.9 亿元，同比增速分别为 275%、2.56%。

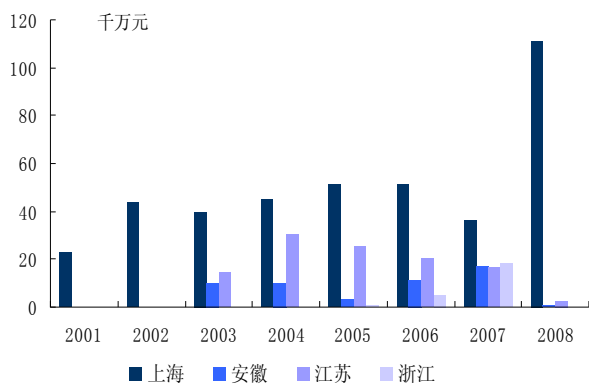
机场北通道资源释放，业务扩张有望重新加速

由于世博会临近、宏观经济景气下滑等因素影响，目前公司大量资源集中在机场北通道工程。2010 年北通道工程完工并进入回购期后，所释放的人力、资金等资源就可进行下一轮滚动发展。

另外，机场北通道一役的成功，将使得公司接单能力达到新高度。我们据此判断，2011 年公司业务扩张速度或将创下新高。

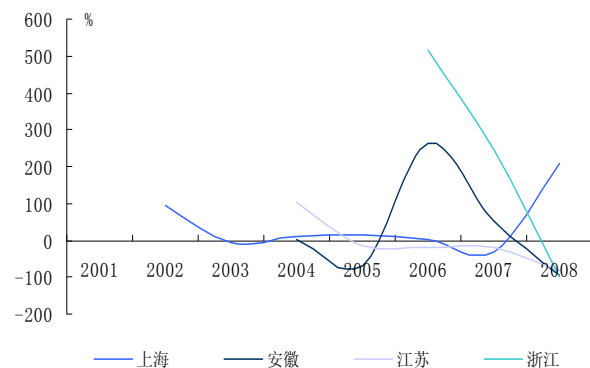
鉴于世博会结束后上海市政工程大单数量可能减少，我们预计，公司会拓展经营地域范围，将收缩的战线再次向上海以外扩张，长三角地区仍然是首要目标，江苏、浙江和安徽等地区业务份额的进一步扩大，将是公司重新启航的始点。

图 19: 浦东建设分地区营业收入 (2001-2008)



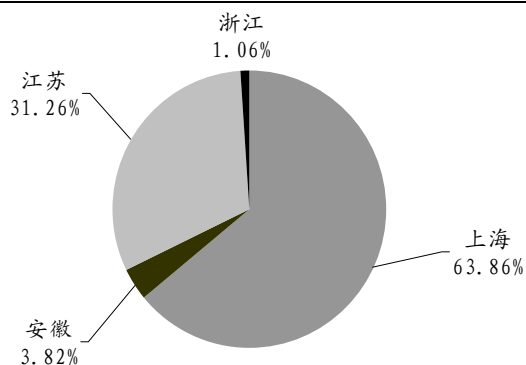
资料来源: 上海市统计局, 国信证券经济研究所

图 20: 浦东建设分地区营业收入增速 (2002-2008)



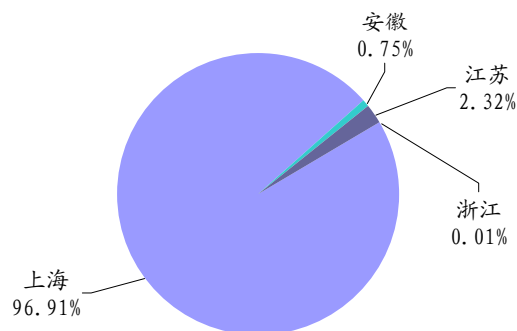
资料来源: 上海市统计局, 国信证券经济研究所

图 21: 浦东建设分地区营业收入结构 (2005)



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所

图 22: 浦东建设分地区营业收入结构 (2008)



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所

参股财务公司收益将实现触底反弹

浦发财务公司主要业务利润来自两部分: 信贷业务 (主要面向集团内公司) 和打新股。受 2008 年 9 月以来 IPO 暂停所累, 公司参股浦发财务公司的投资收益在 2008 年出现同比下滑。

随创业板推出, 市场人气继续回暖, 主板 IPO 业务可能在 2009 年重启, 从而增加浦发财务的打新股收入, 提高公司参股收益; 即使 IPO 不重启, 财务公司也可以通过购买货币基金等方式实现资产增值。

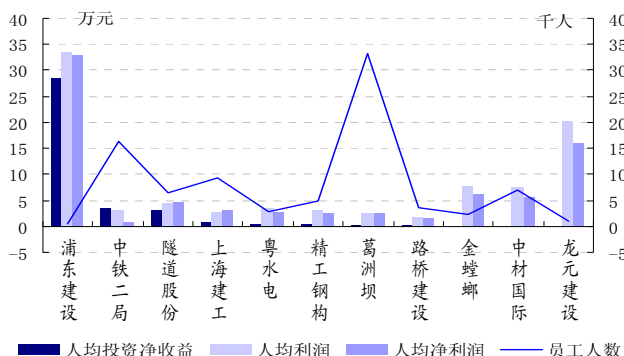
综合上面的判断, 我们预计, 因 2010 年市场受 IPO、大小非等问题影响相对减弱, 届时浦发财务的打新股业务也将重新启动, 公司的参股收益因此实现触底反弹。

经营、财务、管理状况驱动竞争优势持续扩张

高端经营模式铸造行业顶尖人均创利水平

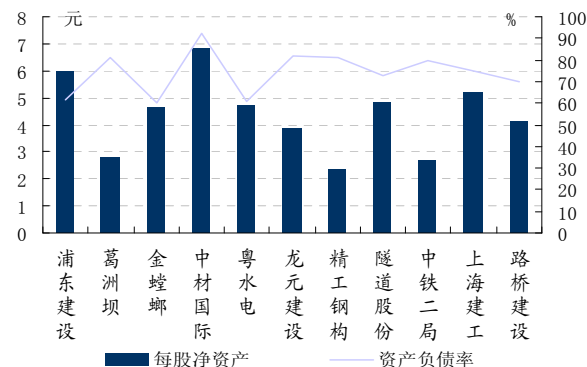
通过同行业重点公司之间的对比,可以看出,浦东建设作为一家建筑工程企业,注册员工数仅为 340 名,远低于行业平均水平。这是缘于我们前面所述的原因:公司占据市政道路工程产业链高端,逐步摆脱低端施工业务,向虚拟经营商过渡,从而可以获取超出行业的超额利润。

图 23: 建筑工程行业可比公司人均效率指标对比



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所

图 24: 行业可比公司资产结构对比



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所

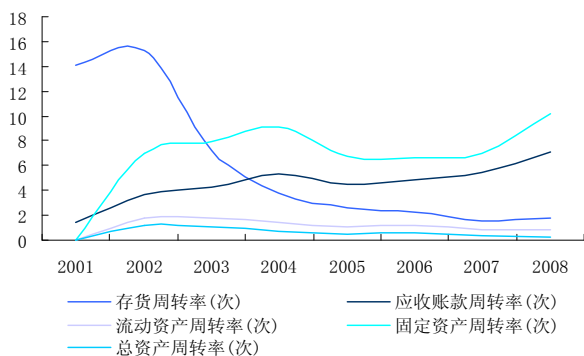
若从净利率指标简单比较,公司 08 年净利率 9.72%, 远高于行业内重点上市公司平均水平 (3.4%左右)。

资金回流状况良好, 保障优势持续扩张

我们认为,公司的 BT 项目操作模式可以简单描述为: 参加竞标, 中标项目, 用贷款、票据, 甚至资产证券化等融资手段, 阶段性集中资金资源, 进行项目建设, 回购款进行资金回流。如果采用资产证券化融资, 资金可以迅速回流; 如果采用其他手段, 则一般需要等项目进入回购期再解放资金出来。所以, 对公司来说, 现金、应收帐款的回流是最重要的指标之一, 也是公司独特的模式得以持续复制的原因。

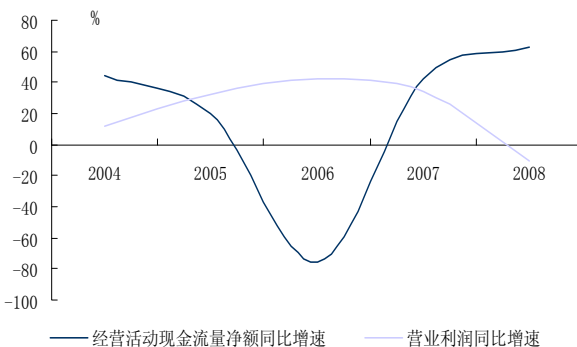
从应收账款周转情况和传统业务现金回流情况来看, 公司运营比较稳健, 回款状况向好。良好的回款状况将是公司竞争优势持续扩张的最大保障。

图 25: 浦东建设主要营运能力指标 (2001-2008)



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所

图 26: 浦东建设经营活动现金流量变化情况 (2001-2018)



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所

激励机制到位，提升内在驱动力

通过调研我们了解到，公司虽属国有控股企业，但依然在多年市场化运作中建立起了比较完善的员工激励机制。公司员工上升通道顺畅，薪酬体制与业绩挂钩，表现优异的中层员工，薪酬甚至可以超过高管。良好的激励机制稳定了公司团队，为业绩的稳定增长保持了内在驱动力。

盈利预测：2009 年开始挺进业绩高峰

基本假设

受益世博会配套项目进入集中完工期，以及上海市五千亿财政刺激计划，公司路桥施工业务规模激增至新的高度平台，2009 年、2010 年、2011 年营业收入增速分别为 50.7%、0.8%、1.2%；沥青砼销售相关业务 2009 年重组结束，受益四万亿计划对高速公路的促进作用，2009 年、2010 年、2011 年营业收入增速分别为 20%、10%、10%；环保业务随集团业务发展保持平稳增长，2009 年、2010 年、2011 年营业收入增速分别为 5%、5%、5%。

2010 年机场北通道项目和三林世博园区项目进入回购期，由于公司目前资源集中在上述项目，暂时未接新单，出于保守考虑，我们暂不考虑公司在 2011 年底前承接新的短期项目；参股浦发财务的投资收益将在 2010 年起随市场回暖而重新恢复增长。综合上述因素，公司 2009 年、2010 年、2011 年投资收益增速分别为 17.9%、143.2%、3.9%。

盈利预测

根据上述假设，我们预计公司 2009 年-2011 年的 EPS 分别为 0.49、0.90 和 0.99 元。公司将从 2009 年起开始挺进业绩高峰，2010 年起三林世博园区项目及机场北通道工程进入回购期，将支撑业绩进一步增长。

表 6：利润预测表（百万）

	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1149	1742	1758	1793
营业成本	1053	1558	1567	1589
营业税金及附加	12	19	21	20
销售费用	1	1	1	1
管理费用	50	71	70	70
财务费用	27	28	26	20
投资收益	97	115	279	281
资产减值及公允价值变动	10	2	(1)	7
其他收入	0	0	0	0
营业利润	114	181	349	380
营业外净收支	11	9	3	9
利润总额	125	190	352	389
所得税费用	13	21	39	47
少数股东损益	0	0	1	1
归属于母公司净利润	111	169	313	342

资料来源：国信证券经济研究所预测

主要风险

1、回购违约风险。如果中国宏观经济增长大幅趋缓，地方政府财务压力可能进一步加大，从而可能导致支付款不能按时收回，引发回购风险。

2、原材料价格波动风险。公司道路摊铺业务的主要原料沥青受国际石油价格波动影响较大，如果国际油价依然波动剧烈，则传统业务毛利率也有随之剧烈波动的风险。

3、工程安全风险。公司承接的世博会配套工程要集中在大会开幕前完成，工期紧、交叉施工多，协调指挥任务艰巨，存在工程安全风险。

4、市场拓展风险。公司在上海以外市场竞争优势不如在本地明显，市场拓展存在风险。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	557	200	220	230	营业收入	1149	1742	1758	1793
应收款项	193	277	270	275	营业成本	1053	1558	1567	1589
存货净额	653	876	868	869	营业税金及附加	12	19	21	20
其他流动资产	14	22	22	22	销售费用	1	1	1	1
流动资产合计	1418	1374	1379	1397	管理费用	50	71	70	70
固定资产	107	97	90	89	财务费用	27	28	26	20
无形资产及其他	0	0	0	0	投资收益	97	115	279	281
投资性房地产	6615	3659	3637	3877	资产减值及公允价值变动	10	2	(1)	7
长期股权投资	374	384	394	404	其他收入	0	0	0	0
资产总计	8514	5514	5500	5766	营业利润	114	181	349	380
短期借款及交易性金融负债	4221	820	557	557	营业外净收支	11	9	3	9
应付款项	621	897	881	878	利润总额	125	190	352	389
其他流动负债	322	420	432	427	所得税费用	13	21	39	47
流动负债合计	5164	2137	1869	1862	少数股东损益	0	0	1	1
长期借款及应付债券	58	(63)	(63)	(63)	归属于母公司净利润	111	169	313	342
其他长期负债	100	130	160	190					
长期负债合计	158	67	97	127	现金流量表（百万元）				
负债合计	5322	2204	1967	1989		2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	1080	1080	1080	1081	净利润	111	169	313	342
股东权益	2112	2230	2453	2697	资产减值准备	(11)	10	0	0
负债和股东权益总计	8514	5514	5500	5766	折旧摊销	17	18	20	23
					公允价值变动损失	(10)	(2)	1	(7)
					财务费用	27	28	26	20
关键财务与估值指标					营运资本变动	(4560)	3055	3064	(225)
	2008	2009E	2010E	2011E	其它	11	(9)	1	1
每股收益	0.32	0.49	0.90	0.99	经营活动现金流	(4441)	3240	3399	133
每股红利	0.09	0.15	0.26	0.28	资本开支	(5)	(15)	(15)	(14)
每股净资产	6.10	6.45	7.09	7.79	其它投资现金流	(0)	0	0	0
ROIC	1%	2%	2%	3%	投资活动现金流	(183)	(24)	(25)	(24)
ROE	5%	8%	13%	13%	权益性融资	2246	0	0	0
毛利率	8%	11%	11%	11%	负债净变化	(63)	(61)	0	0
EBIT Margin	3%	5%	6%	6%	支付股利、利息	(31)	(51)	(90)	(98)
EBITDA Margin	4%	6%	7%	8%	其它融资现金流	2632	(214)	(740)	(30)
收入增长	32%	52%	1%	2%	融资活动现金流	4690	(326)	(830)	(128)
净利润增长率	-1%	52%	85%	9%	现金净变动	66	2890	2544	(20)
资产负债率	75%	60%	55%	53%	货币资金的期初余额	492	557	200	220
息率	0.7%	1.2%	2.1%	2.2%	货币资金的期末余额	557	3447	2744	200
P/E	39.2	25.8	14.0	12.8	企业自由现金流	(4514)	3445	3193	72
P/B	2.1	2.0	1.8	1.6	权益自由现金流	(1946)	3145	2429	24
EV/EBITDA	190.5	59.5	53.6	47.1					

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所

经济研究所所长 传播与文化、社会服务业首席分析师 廖绪发	副所长 姚鸿斌	副所长、石油化工行业首席分析师 李 晨
副所长、首席金融工程分析师 葛新元	首席策略分析师 汤小生	首席经济顾问 杨建龙
钢铁有色金属行业首席分析师 郑 东	IT 行业首席分析师 肖利娟	交通运输行业首席分析师 唐建华
造纸行业首席分析师 李世新	房地产行业首席分析师 方 焱	电力设备行业首席分析师 彭继忠
批发和零售贸易行业首席分析师 胡鸿轩	化工行业首席分析师 邱 伟	医药行业首席分析师 贺平鸽
家电行业首席分析师 王念春	通信行业首席分析师 严 平	电力行业首席分析师 徐颖真
建筑行业首席分析师 邱 波	建材行业高级分析师 杨 昕	有色金属行业高级分析师 彭 波
医药行业资深分析师 丁 丹	机械行业资深分析师 余爱斌	汽车与汽配行业资深分析师 李 君
固定收益资深分析师 皮 敏	交通运输行业资深分析师 孙菲菲	宏观经济资深分析师 林松立
有色金属行业资深分析师 黄安乐	金融衍生品资深分析师 董艺婷	房地产行业分析师 陈 林
银行业分析师 谈 煜	银行业分析师 黄 飙	保险行业分析师 武建刚
证券信托行业分析师 王一峰	宏观经济分析师 任泽平	宏观经济分析师 周炳林
食品饮料行业分析师 黄 茂	策略分析师 崔 嵘	纺织品与服装行业分析师 方军平
有色金属行业分析师 李洪冀	批发和零售贸易行业分析师 吴美玉	房地产行业分析师 区瑞明
IT 行业分析师 王俊峰	航空运输行业分析师 黄金香	农业行业分析师 张 如
基金分析师 杨 涛	传播与文化行业分析师 陈财茂	金融工程分析师 王军清

国信证券经济研究所机构销售部

机构销售部总经理 盛建平 shengjp@guosen.com.cn (021) 68864592	机构销售部副总经理 万成水 wanccs@guosen.com.cn (0755) 82133147	机构销售部销售副总监 王晓健 wangxj@guosen.com.cn (010) 82252615
机构销售部销售副总监 刘宇华 liuyh@guosen.com.cn (0755) 82130818	机构销售部销售副总监 王立法 wanglf@guosen.com.cn (010) 82252236	机构销售部高级销售经理 黄胜蓝 huangsl@guosen.com.cn (021) 68866011
机构销售部高级销售经理 马小丹 maxd@guosen.com.cn (021) 68866025	机构销售部高级销售经理 谭春元 tancy@guosen.com.cn (010) 82259782	机构销售部销售经理 郑 毅 zhengyi@guosen.com.cn (021) 68866205
机构销售部销售经理 邵燕芳 shaoyf@guosen.com.cn (0755) 82133148	机构销售部销售经理 刘 塑 liusu@guosen.com.cn (021) 68866236	机构销售部销售经理 祝 彬 zhubin@guosen.com.cn (0755) 82133456